UNIVERSIDAD DEL MUSEO SOCIAL ARGENTINO

FACULTAD DE CIENCIAS JURIDICAS Y POLITICAS

DOCTORADO EN CIENCIAS JURIDICAS Y SOCIALES

SEMINARIO DE DERECHO PRIVADO

Monografía:

Obligaciones Negociables y Garantías Especiales.

Profesor: Dr. Carlos Clerc.

Doctorando: Carlos Alberto Anta.
D.N.I.: 22.326.955.

Mayo de 2004.

Obligaciones negociables y garantías especiales.

I. Mercado de capitales.

El sistema económico en el cual se desenvuelve la sociedad se ve influido por muy diversos factores. Así es comprensible como todos esos factores sociales, políticos y económicos determinan en conjunto los caracteres propios de cada grupo.

Es en tal sentido que resulta irrebatible, hoy, sostener que la acumulación de capital (en sus diversas manifestaciones) constituye el presupuesto lógico de crecimiento de una sociedad moderna.

En tales extremos y en sus múltiples probabilidades, la acumulación de capital necesita un marco jurídico, económico, político y social. Y el *mercado de capitales* aparece como subespecie insoslayable del anterior.

El mismo tiene gran importancia para el desarrollo de la actividad económica en un país y son elementos esenciales para su funcionamiento la confianza y la transparencia.

Entre los principales aspectos que caracterizan al mercado de capitales hoy en día, se destacan los avances de la tecnología así como la consiguiente *desmaterialización* del soporte a través del cual aquel opera (presencia esencial de la Web) así como la rápida movilidad del dinero a través del mundo.

Desde otra óptica, la necesidad de captar nuevos inversores –diferentes a las grandes empresas asociadas con fines específicos- y el encarecimiento del crédito bancario ha determinado en gran medida la entrada en el juego de los mercados configurados especialmente por el pequeño inversor. Como resultado de ello se verifica un incremento en la dispersión, el volumen, la estabilidad, la solvencia y la liquidez en las Bolsas de Comercios que facilita a las empresas la captación directa de fondos como alternativa a la financiación bancaria.

En este contexto, resulta de importancia meridiana determinar con claridad la cuestión aquí planteada, por cuanto, la incertidumbre genera la desconfianza e inseguridad en el mercado de capitales -elementos esenciales- atentando contra su desarrollo y obstaculizando la eficiente asignación del ahorro hacia la inversión productiva.

Y las ***obligaciones negociables*** ocupan un lugar de privilegio en materia de inversiones en nuestros días.

Las herramientas legales con las que los inversores–acreedores cuentan no siempre son claras, y por ello el presente trabajo, diseñado con el propósito de acercar algunas definiciones útiles, en cuanto al papel que juegan estos títulos y como puede garantizárselos.

II. Los títulos de crédito.

Antes de analizar el concepto de obligación negociable debemos recordar algunas definiciones básicas sin los cuales aquel queda aislado en su descripción.

Así fue como Vivante sintetizó los caracteres esenciales de los títulos de crédito al decir que "título de crédito es el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se menciona" ("Il titolo di credito é un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autonomo che vi é menzionato") ("*Trattato di Diritto Commerciale*", volume III, Le Cose, quinta edizione riveduta e ampliata, Milano, 1924, N° 953, p. 123.). Y agregaba que "el derecho mencionado en el título es literal, porque él existe según el tenor del documento. Se dice que el derecho es autónomo, porque el poseedor de buena fe ejercita un derecho propio, que no puede ser limitado o destruido por las relaciones existentes entre los precedentes poseedores y el deudor. Se dice que el título es el documento necesario para ejercitar el derecho, porque desde y cuando el título existe, el acreedor debe exhibirlo para ejercitar todo derecho que él lleva consigo, sea principal o accesorio y no se puede hacer ningún cambio en el valor del título sin anotarlo sobre él".

Brunner de su lado postulaba que el título valor era un documento de un derecho privado que no se puede ejercitar si no se dispone del título. Este concepto fue insuficiente puesto que sólo pone de relieve la *necesariedad* del documento.

No todos los autores se inclinan por la denominación *títulos valores*. No obstante cabe señalar que en nuestro derecho existe una marcada tendencia por esta designación (v. leyes 17.811, 19.550, 20.643, etc.) por lo cual esa es la terminología que he de utilizar en el presente trabajo.

Brunner los llamó *werpapier*, término empleado en el Código Suizo de las Obligaciones de 1936, que traduciríamos en *papel valor*. (Brunner, "*Die Wertpapiere"* en *Endemanns Handbuch des Handelsrecht*, t. II).

Alemanes y españoles los llaman *títulos valores*. Los italianos, tanto doctrina como legislación, los llaman títulos de crédito. Partiendo de las enseñanzas de Vivante y su difundido concepto de los mismos, seguido por Ascarelli, en la Argentina, optan por la denominación títulos de crédito, tanto Yadarola como Zavala Rodríguez, entre otros.

Los franceses los llaman *effects de comerce*, aunque reservan el término *valeurs mobiliers* para los títulos financieros y de participación. O sea, que para los franceses, las obligaciones negociables son un *valeur mobiliare*.

Gualtieri y su comentarista Winisky, eligen llamarlos *títulos circulatorios*, preponderando el aspecto dinámico de la circulación y su función económica (Alemandi, Miguel Angel y Gomez Bausela, María Silvia *"Obligaciones Negociables"* Ed. Rubinzal-Culzoni, 1991. pg 29 y ss.)

Navarrini los define como "el documento que certifica una operación de crédito cuya posesión es necesaria para ejercer el derecho que de él se deriva y para acordarlo a otras personas" (Navarrini, Humberto *"Trattato di Diritto Commerciale"* nro. 206, Turín, 1913).

Para Bolaffio el titulo circulatorio es "el documento público o privado necesario y suficiente, mientras existe para ejercer y aplicar en modo autónomo el derecho patrimonial que está incorporado en él" (Bolaffio, Leone "*Obbligazioni Commerciali"* pg. 471 Turín, 1923).

Lo esencial de la concepción clásica fue la unidad conformada por el derecho de crédito y el documento que lo contenía. El especial nexo que existe entre la cosa corporal (el título) y la cosa incorporal (derecho).

A partir de tal concepción, Vivante destacó las características esenciales de los títulos de crédito: la necesidad, literalidad y autonomía.

Garrigues (Garrigues, Joaquin *"Tratado de Derecho Comercial"* t. III, pg. 87 Ed. Revista de Derecho Mercantil, Madrid, 1955) señalaba que todas las definiciones del título-valor giraban alrededor de un mismo concepto: la atribución del título a una persona como presupuesto del ejercicio del derecho mencionado en el documento. El derecho derivado del título (derecho de crédito, generalmente) sigue el derecho sobre el título (derecho real). Ello como consecuencia de que la razón biológica de los títulos valores, consistía en evitar los inconvenientes de la invisibilidad de los derechos subjetivos. Desde el momento en que el derecho quedaba fundido en el título, se hacía visible en la transmisión.

A partir de ese momento, el derecho de crédito se "cosificaba" incorporándose al documento, al título. Así lo explicaban Hueck-Canaris (Hueck, Alfred y Canaris, Claus W., *"Derecho de los Títulos-Valor"*, p. 3., Ariel Derecho, Barcelona, 1988) para quienes la emisión de un título valor se conecta muy estrechamente con el deseo de aumentar la circulabilidad de determinados derechos.

Tanto la doctrina italiana como la alemana, construyeron el concepto de título valor sobre la base de la identificación del derecho incorporado al documento, con éste.

Por ello se dice que como los derechos representados en los documentos están incorporados al papel (carta), se los denomina también cartulares (Messineo, F. *"Manual de Derecho Civil y Comercial"*, t. V, 164 bis, 12., p. 232, Ejea, Buenos Aires, 1971.).

III. Crisis del concepto clásico.

Estas definiciones y todas las que siguieron la doctrina de Vivante en Italia y de Brunner en Alemania, aluden al "documento" como un elemento "físico" imprescindible a la noción de título valor.

Pero este concepto entró en crisis a partir del momento en que algunos títulos valores comenzaron a ser representados colectivamente, en un documento único, llamado "certificado global" o "título global". Y ello ocurrió con la representación de los valores de la deuda pública en Alemania ya a finales del siglo XIX, fenómeno que se acentuó cuando se aceptó generalizadamente que los títulos valores en serie reemplazaran la representación cartular por el sistema de anotaciones en cuentas inscriptas en un registro.

Hueck-Canaris (ob. cit. p. 20 y ss.) refiriéndose a la representación de los valores de deuda alemanes mediante "certificados globales" -etapa anterior a la representación mediante anotaciones en cuenta- aluden al fenómeno de la desmaterialización como de "desincorporación", en el sentido que la representación mediante un documento colectivo o anotaciones contables implican un retroceso o debilitamiento de la incorporación o materialización, porque en lugar de un título concreto, **a los titulares les corresponde una cuota ideal en una cosa común**.

La representación de los derechos de crédito en "anotaciones en cuentas" y su creciente difusión a partir de su utilización en Alemania, Francia, Italia y España, han venido a modificar el concepto tradicional que liga inexorablemente el "título valor" a un papel escrito y firmado que contiene un derecho de crédito (documento).

Se ha dicho que en estos casos el derecho se presenta en estado puro de "derecho valor", según lo expresaba el jurista alemán Opitz, que sostuvo que estos derechos se caracterizan por ser unos derechos no encartados del tráfico mercantil y **equivalentes a derechos encartados relativos a unas mismas prestaciones** (*Wertrechte und Wertpapiere*, en Bank-Archiv, 1941, p. 36, citado por Luis Paricio Serrano, *"La Evolución del título-valor"*, en Comentarios a Jurisprudencia de Derecho Bancario y Cambiario, Centro de documentación bancaria y bursátil, Madrid, 1993, vol. II, p. 297, nota N° 25).

Este proceso de desmaterialización fue objeto de un estudio por parte de Héctor Alegría, sobre títulos desmaterializados en ocasión de las II Jornadas Internacionales de Derecho Mercantil, organizadas por la Universidad Católica Andrés Bello, de Caracas, Venezuela, en 1988, publicado en Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones (año 1988, ps. 893 y ss) donde el autor expuso la evolución del fenómeno calificado como el *"paper-work crisis"* que se generó como consecuencia de la explosión informática.

En efecto, la gran mayoría de los valores que se negocian hoy en día en los mercados de valores del mundo carecen del elemento físico tradicional, porque están expresados en anotaciones en cuentas que llevan las cajas de valores o entidades similares de registro de valores en serie.

A lo sumo se representan bajo la forma de un "certificado global", por parte del emisor y de la documentación que se acompaña para la apertura de la cuenta. La desaparición del documento físico implica que no puede haber una posesión material del mismo, ni entrega del documento al endosatario.

En Argentina las leyes de Sociedades Comerciales 19.550 y de Obligaciones Negociables 23.576, con las modificaciones de la ley 23.962 (Adla, XLIV-B, 1319; XLVIII-C, 2785; LI-C, 2829), diferencian la

expresión de las acciones y de las obligaciones en títulos, vale decir en documentos físicos, de las acciones y obligaciones contenidas en "anotaciones en cuentas" o "escriturales".

Toda la teoría tradicional se sustentó, como decimos, en la existencia de un documento (papel) que contenía incorporado un derecho de crédito.

En lo que aquí nos concierne, la ley 23.576 que regula las obligaciones negociables previó también su representación cartular y sus reglas fueron modificadas por la ley 23.962 que incorporó las "obligaciones escriturales".

IV. La obligación negociable.

Con la sanción de la ley 23.576 (en adelante LON) en 1988 (Adla, LVIII-C, 2785) quedó establecida la regulación legal de este instrumento de financiación empresaria.

Bien es sabido que las obligaciones negociables son valores mobiliarios emitidos en masa por una persona jurídica representativa de un empréstito. Desde este punto de vista de su naturaleza jurídica, son títulos valores.

Dicho valor mobiliario resulta ser un derecho económico que circula con leyes propias documentado en un título al cual se considera incorporado, denominado entonces "titulo valor", o mediante un registro llevado por cuentas como en el caso del valor mobiliario escritural (Mario Oscar Kenny, *"Obligaciones Negociables"*, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As. 1991, Pág. 9).

La ley 23.576 estipula expresamente en su artículo 29 que los títulos representativos de las obligaciones negociables otorgan acción ejecutiva a sus tenedores. Dicha acción tiene por objeto el reclamo tanto del reembolso del capital por su importe nominal o con ajuste, mediante amortizaciones parciales o a una amortización única al final del plazo, así como el pago del interés comprometido, también en forma periódica o al final del plazo del empréstito.

Son *valores mobiliarios* emitidos en masa por una persona jurídica y representan un préstamo fraccionado de carácter negociable, generalmente a mediano y largo plazo. La circunstancia de que el crédito se encuentre fraccionado permite y facilita la dispersión entre una mayor cantidad de inversores, atraídos por ventajas económicas y la posibilidad de su negociación secundaria en el mercado de capitales.

Las obligaciones negociables (Ons, en adelante) pueden ser de distintas clases y colocarse mediante oferta privada o pública (en este último caso, se requiere la aprobación de la Comisión Nacional de Valores).

Desde su creación estos instrumentos financieros fueron de gran utilidad para las empresas ya que les permitieron, en épocas de abundancia de crédito, captar fondos para aplicar a capital de trabajo y a financiar proyectos de inversión, y luego de la devaluación, a reestructurar pasivos, en especial, las obligaciones en moneda extranjera.

Súmase a ello que el **DL:677/01**, el cual regula el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, contempla en su art. 4, inciso "e" la posibilidad de expedir comprobantes de saldo de cuenta; ello con el objeto de que su titular sea legitimado para reclamar judicialmente los derechos antes referidos, incluso mediante acción ejecutiva siendo suficiente título dicho comprobante sin necesidad de autenticación de otro requisito.

V. La creación de las obligaciones negociables.

Los términos y condiciones que regirán una emisión de Ons son establecidos previamente en el Prospecto de Emisión (PE). En él se describe información relevante sobre la entidad emisora y sobre los títulos para conocimiento de los potenciales inversores así como los derechos y obligaciones a los que se someterán las partes, que por supuesto deberán ajustarse en lo pertinente a lo dispuesto por la normativa.

La ley de Ons. (LON) expresamente prevé la desmaterialización de los títulos y la existencia de un registro escritural de Ons (art. 31), que bien podrán llevar la emisora, bancos comerciales, de inversión o cajas de valores en cuentas a nombre de sus titulares.

En efecto, la calidad de obligacionista se presume por las constancias de cuentas determinadas en el registro.

A los inversionistas no se les da títulos individuales. El sistema descansa en anotaciones en cuentas a nombre de sus titulares en un registro de Ons escriturales llevada por bancos comerciales (arts. 21 y 31 LON, Blaquier, Rodolfo, *"Régimen Jurídico de las Obligaciones Negociables"*, en Rev. Derecho Empresario Actual, número de homenaje al Dr. Raymundo Fernández, pg. 104).

Ese registro, además de la titularidad, documenta la eventual afectación de los derechos de los obligacionistas por derechos reales (v.gr. prenda y usufructo) o por medidas cautelares (v.gr. embargo).

Como el empréstito está repartido entre un gran número de obligacionistas, la única forma de poder llevar eficientemente dicho registro es mediante el uso de sistemas informáticos.

El obligacionista tiene derecho a que se le entregue, en cualquier momento, una constancia del saldo de su cuenta (art. 31 3er párrafo LON).

Contar con ese comprobante hace presumir la calidad de obligacionista.

La transmisión de las obligaciones y de los derechos reales que las graven, debe notificarse por escrito a la emisora o al agente de registro e inscribirse en la cuenta pertinente. Es a partir de su inscripción que surte efecto contra la emisora y los terceros (art. 32 1er ap. LON).

Se pueden extender las siguientes clases de comprobantes o constancias:

1°) Comprobante de apertura de cuenta,

2°) Constancia simple de saldo,

3°) Constancia de saldo para enajenar o constituir derechos reales,
4°) Constancia de saldo con bloqueo, para concurrir a la asamblea de obligacionistas.

El comprobante de apertura de la cuenta y la constancia simple del saldo prueban la existencia de Ons en cabeza del titular al momento de su expedición.

Conforme lo autoriza el art. 13 LON, la emisora bien puede firmar –generalmente con un banco de gran envergadura- un contrato por el cual conferir la intermediación en la oferta pública de los mencionados valores (el aludido contrato de *'indenture'*).

Se trata de un procedimiento habitual de colocación masiva de documentos de deuda conocido como "titularización" o "securitización", que se encuentra en permanente evolución (Daley, Mark, *"Securitisation: Where Next?"*, en International Bussines Lawyer, vol. 23 n° 2, pág. 71).

VI. Concepto de garantía.

Dentro de este contexto corresponde ahora adentrarnos en el análisis de las diferentes garantías que pueden colectarse en el ámbito de este tipo de operatorias.

Antes recordemos que la palabra garantía tiene proyecciones en el ámbito constitucional ("Declaraciones, Derechos y Garantías"), en el procesal, con férrea base constitucional (garantía del debido proceso), en el laboral (garantía de estabilidad), y en muchos otros; pero nuestro análisis se circunscribirá, aquí, a las garantías otorgadas.

Constituye un principio sentado en nuestro derecho aquel que reza que "el patrimonio es la prenda común de los acreedores", lo que significa que el deudor responde por las obligaciones contraidas con sus acreedores con el conjunto de bienes que conforma su patrimonio. De tal suerte, todos aquellos que tienen un crédito contra su persona pueden, en pie de igualdad, agredir el patrimonio del deudor para poder así satisfacer su acreencia.

En la medida en que el patrimonio del deudor resulte ser lo suficientemente holgado como para cubrir la totalidad de sus obligaciones, no se presenta el presupuesto fáctico típico que amerita la necesidad de las garantías, que son figuras jurídicas que tienen que asegurar el cumplimiento de una obligación. Pero cuando el patrimonio del deudor no tiene la suficiente cuantía, los acreedores no van a poder, en principio, ver satisfecha su acreencia; o por lo menos no íntegramente.

Para paliar estas contingencias es que han nacido las "garantías", medios jurídicos cuya función es aumentar significativamente las probabilidades de cumplimiento obligacional.

Las garantías se dividen, en líneas generales, en "personales" y "reales". Las primeras son aquellas en las cuales una persona distinta al propio deudor se responsabiliza por la deuda de este en caso de incumplimiento. El ejemplo más típico es la fianza. Las segundas son las que afectan una o varias cosas determinables -como los debentures con garantía flotante- o determinadas -prenda, anticresis, hipoteca- sean o no de propiedad del deudor, al cumplimiento de la obligación.

Las garantías reales, se caracterizan por afectar una cosa al cumplimiento de una obligación, de manera tal que ante el incumplimiento del deudor, el producido de la cosa objeto de la garantía se aplica exclusivamente a la cancelación de la obligación garantizada; y solo en el supuesto de existencia de un sobrante -y en esa medida-, la cosa queda sometida al régimen general del patrimonio del deudor como prenda común de los acreedores.

Corresponde definir al termino "garantía" en el sentido en que es abordado en este estudio.

Siguiendo a Bueres-Mayo, decimos que la *garantía es una norma de derecho o un precepto de autonomía privada que viene a añadir al crédito algo que este no tiene por si mismo*, de forma tal que esa adicción o yuxtaposición refuerza al acreedor la seguridad de que ha de ver realizado su derecho. De tal suerte, se genera una ampliación del poder jurídico del acreedor en comparación al que tendría si no existiera la garantía.

VII. Constitución de gravámenes.

Dentro del otorgamiento de garantías para el caso de este tipo de crédito, se producen ciertas situaciones particulares a las que me referiré.

Así pues, si el titular quiere constituir algún gravamen sobre los derechos que otorga el valor representado mediante la anotación en cuenta, se requiere que ello se asiente en el registro respectivo.

Vale decir estos derechos pueden ser objeto de prenda, y para que ella produzca efectos legales entre las partes y pueda ser oponible a terceros, es requisito necesario la inscripción del gravamen en el registro.

De igual manera la inscripción de medidas precautorias, como embargos y cualquier otra afectación de los derechos que confiere el valor negociable representado por este medio, requiere de su inscripción en el registro que lleva las cuentas y donde consta la titularidad del sujeto afectado.

La constitución de usufructo sobre los derechos emergentes de estos valores debe también registrarse, porque la norma alude a "afectación de derechos" y este es el medio común por el cual el titular puede transmitir el goce de los derechos emergentes del valor, conservando la titularidad como nuda propiedad.

VIII. Las garantías de emisión: Obligaciones con garantía común.

El titular de esta clase de obligaciones es un acreedor quirografario: el pago del interés pactado y el reembolso del capital tienen como sola garantía el patrimonio de la emisora. No existe entonces diferencia alguna desde tal punto de vista entre esta obligación y un acreedor cualquiera.

Si la emisora tiene un nombre acreditado en plaza, una trayectoria de solvencia y correcta administración, en circunstancias normales podrá recurrir a un empréstito obligacionario con garantía común teniendo por seguro que conseguirá colocarlo en buenas condiciones. Pero si ese no es el caso, la deudora deberá conceder garantías especificas con el fin de dar aliciente a la suscripción, que serán las mismas para todas las obligaciones de una misma clase o serie.

Vale aclarar que en principio lo expuesto se aplica tanto a las obligaciones simples como a las convertibles, aunque por lo general –en atención al privilegio que implica el derecho de conversión- estas últimas se emiten con garantía común.

IX. Obligaciones con garantías especiales.

Las obligaciones con garantía especial son aquéllas cuyo pago se asegura afectando uno o varios bienes determinados susceptibles de hipoteca.

El artículo 3° de la ley remite al artículo 333 de la Ley de Sociedades Comerciales, el cual dispone que "la emisión de debentures con garantía especial afecta a su pago bienes determinados de la sociedad susceptibles de hipoteca. La garantía especial debe especificarse en el acta de emisión con todos los requisitos exigidos para la constitución de hipoteca y se tomará razón de ello en el registro correspondiente. Le serán aplicables todas las disposiciones que se refieren a la hipoteca, con la excepción de que esta garantía puede constituirse por el término de cuarenta años. La inscripción que se haga en el registro pertinente surte sus efectos por igual término".

Se trata de una hipoteca con características especiales, porque:

a) el beneficiario de ella es indeterminado;
b) basta para su transmisión la transferencia de la obligación negociable, sin requisitos de inscripción registral;
c) se constituye y se cancela por declaración unilateral de la emisora;
d) se otorga por instrumento privado.

a. Formalidades para su otorgamiento y cancelación.

Conforme con el Código Civil, la hipoteca inmobiliaria se constituye por escritura publica, mientras que en la hipoteca naval y en la aeronáutica puede optarse por documento privado autenticado.

Si la hipoteca inmobiliaria accede a un empréstito obligacionario, puede otorgarse por instrumento privado. Ello así porque el citado artículo 333 de la Ley de Sociedades Comerciales dispone que "la garantía especial debe especificarse en el acta de emisión con todos los requisitos exigidos para la constitución de hipoteca y se tomará razón en el registro correspondiente". Y según la LON, el acta de emisión se instrumenta en forma privada.

Cuando la norma dice "los requisitos exigidos para la constitución de la hipoteca" refiere a la determinación del bien y del monto de la garantía y a las constancias de las anotaciones registrales (civ:3131 y concordantes).

Explica Kenny (Mario Oscar Kenny, *"Obligaciones Negociables"*, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As. 1991, Pág. 80) que para su oponibilidad a terceros, la hipoteca requiere de inscripción en el registro de la propiedad inmueble correspondiente al lugar donde se halla el bien, en el Registro Nacional de Buques o en el Registro Nacional de Aeronaves, según el caso.

La inscripción registral deberá ser acreditada ante el organismo de control con anterioridad al comienzo del período de colocación (LON, art. 3°, segundo párrafo). Ello, claro está, siempre que la garantía especial fuera originaria, y no sobreviniente a la colocación.

En el derecho común la hipoteca se constituye por contrato, siendo necesaria la aceptación por parte del acreedor. Dado que en el empréstito obligacionario la garantía debe constituirse antes de que las obligaciones sean suscritas, la inexistencia de acreedores en esa oportunidad es salvada en el régimen de debentures interviniendo el fiduciario como representante necesario de los futuros obligacionistas.

Pero en la LON la intervención de un fiduciario es optativa (art. 13) y como en la ley 23.576 no se había previsto solución para el caso de que aquél faltare, su designación era necesaria a fin de aceptar en nombre de los futuros obligacionistas la garantía hipotecaria.

La ley 23.962 solucionó el problema estableciendo que "la hipoteca se constituirá y se cancelará por declaración unilateral de la emisora cuando no concurra un fiduciario en los términos del artículo 13, y no requiere de la aceptación de los acreedores. La cancelación sólo procederá si media certificación contable acerca de la amortización o rescate total de las obligaciones negociables garantizadas, o conformidad unánime de los obligacionistas. En el caso de obligaciones negociables con oferta pública, se requiere además la conformidad de la Comisión Nacional de Valores".

La conformidad de la Comisión es requerida no para la constitución de la garantía hipotecaria, sino para su cancelación.

b. El crédito garantizado.

El artículo 3109 del Código Civil establece que no puede constituirse hipoteca sino por una suma de dinero cierta y determinada. Es lo que se denomina el requisito de "especialidad en cuanto al crédito".

Durante varios años se discutió la validez de hipotecas referidas a un préstamo ajustable, sosteniéndose su nulidad por no adecuación al requisito antes indicado. Ese problema fue solucionado por la ley 21.309, la cual dispone en su artículo 1° que: en las hipotecas a constituirse para garantizar obligaciones en dinero sometidas a cláusulas de estabilización o reajuste, el requisito de la especialidad se considerará cumplido al consignarse la cantidad cierta de la deuda originaria y la cláusula de estabilización o reajuste, con expresa mención de los números índices de actualización adoptados, los periodos por los cuales se efectuará el reajuste y el tipo de interés pactado.

La garantía cubre la totalidad del crédito por capital e interés, incluyendo las costas en caso de ejecución.

La hipoteca naval se extiende a los intereses del capital debido por dos años (art. 510, ley 20.094). Sin embargo, encontrándose incorporado dicho crédito en una obligación negociable, entiende Kenny que esa limitación no sería aplicable, pues prevalece la norma del artículo 333 de la Ley de Sociedades –a la que remite la LON- en cuanto los bienes se afectan al pago de todo lo que es debido según las condiciones de emisión de aquellas, sin limitación temporal alguna (Mario Oscar Kenny, *"Obligaciones Negociables"*, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As. 1991, Pág. 82).

c. Derechos del obligacionista con garantía especial.

El titular de la obligación negociable con garantía especial goza de todos los privilegios inherentes a un acreedor hipotecario respecto del bien sobre el cual recae la garantía.

La emisora conserva el ejercicio de todas las facultades inherentes al derecho de propiedad; pero no puede ejercer ningún acto de disposición material o jurídica que directamente tenga por consecuencia disminuir el valor del mueble hipotecado. Los titulares de obligaciones con garantía especial tienen derecho a asegurar su crédito contra esos actos que los afecten. Si éstos han sido consumados y el valor del inmueble hipotecado se haya disminuido al término de no dar plena y entera seguridad a esos acreedores, éstos podrán: 1)pedir la estimación de los deterioros causados, y el deposito de lo que importen; 2) demandar un suplemento de la hipoteca; o 3) demandar que la totalidad del empréstito se haga exigible. Iguales derechos les corresponden cuando la emisora enajena los bienes muebles accesorios al inmueble hipotecado y los entrega a un adquirente de buena fe (por ejemplo, si vende un galpón desarmable o cualquier artefacto industrial instalado sobre el fundo hipotecado). Nada impide que esas facultades puedan ser atribuidas al fideicomisario –de existir éste- en cuanto son inherentes a la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponden a los obligacionistas (ley, art. 13).

Si la emisora enajena todo o una parte de la cosa hipotecada, los obligacionistas podrán perseguirla en poder del adquirente, pedir su ejecución y venta, como podrían hacerlo contra la deudora, salvo los inmuebles por accesión que hayan recobrado el carácter de bienes muebles por su entrega al tercer poseedor.

X. Obligaciones con garantía flotante.

"La emisión de debentures con garantía flotante afecta a su pago todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros o una parte de ellos, de la sociedad emisora, y otorga los privilegios que corresponden a la prenda, a la hipoteca o la anticresis, según el caso. No están sometidos a las disposiciones de forma que rigen esos derechos reales. La garantía se constituye por la manifestación que se inserte en el contrato de emisión y el cumplimiento del procedimiento e inscripciones de esta ley." (art. 327, LSC, por remisión del art. 3° de la ley 23.576).

La emisión cuyo privilegio no se limite a bienes inmuebles determinados se considerará realizada con garantía flotante (ley, artículo 3° primer párrafo).

Vale decir que la sola mención en las condiciones de emisión acerca de que las obligaciones están garantizadas con los bienes de la emisora, o con sus bienes inmuebles –en este caso, sin determinarlos- basta para tener por configurada la garantía flotante.

Se trata de una garantía *sui generis*, por cuanto recae sobre bienes indeterminados, y no está sujeta a inscripción. La emisora conserva la disposición y administración de sus bienes como si no tuviesen gravamen, salvo que estas facultades se hubieran excluido o limitado respecto de ciertos bienes, en las condiciones de emisión, mediando la pertinente inscripción en los registros correspondientes.

Fuera de esas limitaciones convencionales, la ley establece tres restricciones a la emisora:

1) No podrá vender o ceder la totalidad de su activo, ni tampoco parte de él, si así imposibilitare la continuación del giro de sus negocios;

2) No podrá fusionarse o escindirse con otra entidad sin autorización de la asamblea de obligacionistas;

3) No podrá emitir otras obligaciones negociables que otorguen privilegio o deban pagarse *pari passu* con relación a la emisión de que se trate, sin consentimiento de la asamblea de obligacionistas. Ello salvo que la emisora se hubiera reservado esa facultad en las condiciones de emisión.

En consecuencia, salvo esas limitaciones, la entidad emisora conservará la libre propiedad y administración de sus bienes mientras no llegue a una situación critica, evidenciada por datos objetivos previstos en las condiciones de emisión o en la ley. Así, el artículo 328 de la Ley de Sociedades dispone que la garantía es exigible si la emisora:

1) No paga los intereses o amortización del préstamo en los plazos convenidos.

2) Pierde la cuarta parte o más del activo existente al día de emisión de las obligaciones.

3) Incurre en disolución voluntaria, forzosa o quiebra.

4) Cesa el giro de sus negocios.

Con relación al supuesto de falta de pago, cabe aclarar que la emisora cumple con la prestación debida poniendo a disposición de los obligacionistas los intereses o amortizaciones en las condiciones pactadas. Se incurre en mora por el solo vencimiento del término, pudiendo contemplarse en las condiciones de emisión un plazo de gracia (en el cual se devenguen o no intereses punitorios).

La causal de pérdida parcial del activo requiere una serie de precisiones en cuanto a qué debe considerarse por tal, y la forma de constatar su cuantía. Entiendo – y en esto hay acuerdo de quienes trataron el tema- que debe computarse el activo menos el pasivo, es decir el patrimonio neto, que es la garantía efectiva de los obligacionistas.

El patrimonio neto existente a la fecha de emisión de las obligaciones negociables es el que surge del último balance realizado o que debía realizarse al día en que la asamblea o el órgano de administración resolvieron emitir aquéllas. Si las obligaciones son objeto de oferta pública, para constatar la disminución del patrimonio neto habrá de estarse al balance general y balances o informes trimestrales que debe presentar la emisora. Si no hay oferta pública, a falta de previsión especial en las condiciones de emisión, deberá considerarse el balance general de ejercicio, salvo que el obligacionista dedujera una acción judicial declarativa con el objeto de constatar la disminución proporcional. Esta última posibilidad no está exenta de problemas.

En cualquiera de las cuatro situaciones indicadas precedentemente la Ley de Sociedades expresa que "la garantía flotante es exigible". ¿Qué consecuencias concretas importa la exigibilidad de la garantía flotante?.

En el régimen de los debentures la consecuencia necesaria es que la sociedad pierde la libre disposición de sus bienes. Además, en los supuestos de falta de pago, pérdida de la cuarta parte del patrimonio neto y disolución forzosa o quiebra, el fiduciario está facultado para pedir la suspensión del directorio a efectos de continuar la administración de la sociedad o liquidarla.

La primera de esas consecuencias se mantiene en el régimen de las obligaciones negociables, pero no así la segunda (salvo que las condiciones de emisión prevean la intervención de un fiduciario con esas facultades).

Entiende Kenny que ese accionar del fiduciario es sustituido por la exigibilidad del crédito que accede a las obligaciones negociables, que se considerará de plazo vencido. Más adelante veremos que tipo de acción judicial podrán deducir los obligacionistas (Mario Oscar Kenny, *"Obligaciones Negociables"*, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As. 1991, Pág. 85).

Resta hacer referencia al privilegio de los obligacionistas con garantía flotante frente a los restantes acreedores de la emisora. Ya vimos que ésta tiene la libre disposición y administración de sus bienes, por lo que puede gravarlos en garantía con otros créditos sin que los titulares de obligaciones con garantía flotante puedan alegar un derecho de prelación, salvo disposición en contrario de las condiciones de emisión.

En orden de preferencia, los obligacionistas con esa garantía tienen prioridad sobre los acreedores quirografarios, sobre los demás acreedores con privilegio general, y sobre los obligacionistas de igual condición por empréstitos anteriores (salvo que éstos últimos tengan prioridad, se trate de obligaciones con garantía especial o sean pagados *pari passu* con aquéllos, mediando consentimiento de la asamblea de obligacionistas).

XI. La prenda con registro como posible garantía.

El artículo 3° último párrafo de la ley establece que las obligaciones negociables pueden ser garantizadas por cualquier otro medio; es decir, con una garantía distinta a la especial, a la flotante o al aval.

Surge entonces el interrogante acerca de si es posible garantizar el empréstito obligacionario a través de una prenda con registro, regulada por el decreto-ley 15.348/46 (ratificado por la ley 12.962).

La prenda con registro comparte con la hipoteca su naturaleza de constituir una garantía real: recae sobre un bien mueble que queda en poder del deudor y debe éste conservar (prenda fija); o sobre mercaderías y materias primas en general, que el deudor puede industrializar o reemplazar por otras (prenda flotante).

A diferencia en cambio de la hipoteca, no cualquier persona puede constituirse en acreedor garantizado con este tipo de prenda, sino sólo aquellos que la ley expresamente indica: el Estado, sus reparticiones autárquicas, entidades financieras autorizadas por el Banco Central, entidades financieras de carácter internacional de las cuales la República Argentina sea miembro, sociedades comerciales y cooperativas, acopiadores agropecuarios, comerciantes matriculados y personas inscriptas como prestamistas en la Dirección General Impositiva.

Aquí tenemos el primer escollo para aplicar esta forma de garantía a las obligaciones negociables, puesto que en principio sólo podrían ser titulares de tales valores así garantizados las personas que integren la nómina de sujetos autorizados para inscribirse como acreedores prendarios. Además, sería imposible identificar al acreedor en el contrato que debe inscribirse en el Registro de Créditos Prendarios (salvo el supuesto bastante improbable de hacer un solo suscriptor de todo el empréstito, o unos pocos), ni mucho menos inscribir las transferencias.

La única forma que a mi juicio existe para salvar esos escollos, es recurrir a un fiduciario que adquiera el carácter de acreedor prendario en representación de los futuros obligacionistas. En caso de

cumplimiento en el pago de la amortización o intereses convenidos, a él le corresponderá iniciar la pertinente ejecución prendaria.

XII. La posibilidad de una prenda común (con desplazamiento).

No debe tampoco desecharse la posibilidad de garantizar el pago de las obligaciones negociables con una prenda común que recaiga sobre valores públicos, acciones o cualquier otra clase de valores o papeles de comercio negociables y créditos pertenecientes a la emisora; o sobre el dinero o valores que integran el fondo constituido por aquélla para atender los servicios de renta y amortización de las obligaciones negociables.

Clara está también será necesaria en este caso la intervención de un fiduciario que se constituya como depositario de los bienes dados en prenda, representando a los obligacionistas. Podría también adjudicársele la tarea de enajenar los efectos prendados para el supuesto de falta de pago de la renta o amortización de las obligaciones negociables, conforme con el artículo 585 del Código de Comercio.

XIII. Garantía personal: el aval y la fianza.

En sustitución de aquellas garantías que implican afectar un bien mueble o inmueble (garantía real), el empréstito obligacionario puede ser garantizado por una tercera persona, de manera que el obligacionista tenga dos o más deudores en lugar de uno. La LON prevé específicamente la posibilidad del aval.

El aval típico es un acto unilateral de garantía otorgado en conexión con una obligación cambiaria que constituye el otorgante en codeudor solidario (Alegria, Héctor "*El aval*" Tratamiento completo de su problemática jurídica. Ed. Astrea, Buenos Aires 1975).

Obligación cambiaria es la que emana de cierta categoría de títulos de crédito individuales que contienen la obligación de pagar una suma de dinero, como la letra de cambio, el pagaré, la factura conformada y el cheque (aunque respecto a este último se discute la admisibilidad del aval).

La LON innova también en esta materia, y crea un nuevo tipo de aval, como garantía de una deuda representada por un valor mobiliario no cambiario emitido en masa. Tendrá algunas de las características del aval cambiario (regulado en el decreto-ley 5965/63) sin poder asumir aquéllas que se vinculen al fenómeno de la abstracción, exclusivo de los títulos cambiarios.

El aval se formaliza por escrito, en la forma de una declaración unilateral, y puede o no constar en el título (o en el registro, en caso de obligaciones negociables escriturales), aunque una correcta información para los inversores hace aconsejable esa constancia.

La situación del avalista es la siguiente:

Es un codeudor contra el cual el obligacionista, en caso de incumplimiento, puede dirigir su acción sin necesidad de previa interpelación judicial de la emisora;

No puede valerse de las defensas de índole personal que la emisora podría haber opuesto al obligacionista (en caso de ser el suscriptor), pues su obligación es independiente (por ejemplo, no podría oponérsele el incumplimiento del contrato de suscripción de las obligaciones, si éstas se integran en cuotas);

No tiene derecho a ser relevado de su garantía;

Planteada la ejecución, no podrá ofrecer a embargo bienes de la emisora para evitar esa medida respecto de sus bienes propios;

El aval no puede retractarse, ni estar sujeto a condición;

Si el avalista quiebra, el obligacionista no puede exigir que se le presente otro en su lugar;

El avalista que paga tiene siempre derecho a accionar contra la emisora, sin que pueda alegar que aquél dejó de oponer defensas que le correspondían, o que pagó sin haber sido demandado o sin dar conocimiento al deudor principal;

En razón de la amplitud de garantías que acepta el artículo 3°, segundo párrafo, de la ley, nada obsta a que en sustitución del aval se otorgue fianza, con lo cual:

La garantía puede condicionarse;

Se le puede poner un término, de manera que se extinga cierto tiempo anterior al vencimiento, o al vencimiento, o a tiempo posterior al vencimiento, pero inferior al plazo de prescripción;

El fiador puede retractarse, salvo que las obligaciones hubieran sido suscriptas (porque en este caso hay aceptación del acreedor), hubiera renunciado a ese derecho (renuncia que debiera exigirse en el caso de la oferta pública, para evitar inconvenientes), o se hubiera obligado como principal pagador o codeudor;

Se puede exigir al obligacionista la previa interpelación judicial a la emisora, y ofrecer a embargo bienes de ésta que estuvieran libres, salvo que hubiera renuncia a tales derechos, o el fiador se hubiera obligado como principal pagador o codeudor;

Si el fiador llega al estado de insolvencia, cualquier obligacionista puede pedir su sustitución, si así se ha establecido en las condiciones de emisión. La aceptación de nuevo fiador corresponde a la asamblea de obligacionistas.

El fiador que pagó puede ver obstaculizada su acción de repetición si dejó de oponer defensas que correspondían al deudor principal o si pagó sin haber sido demandado o dar conocimiento al deudor principal, salvo pacto en contrario.

Tanto el aval como la fianza pueden ser parciales, de manera que es posible limitar la garantía sólo al capital, por ejemplo, o hasta una suma determinada. En caso de concurrir una pluralidad de avalistas o fiadores, cada uno puede otorgar una garantía parcial, cubriéndose o no en conjunto la totalidad de la obligación garantizada.

La garantía es exigible en los casos de reembolso anticipado (por ejemplo, el supuesto del artículo 15 de la ley), salvo estipulación en contrario de la fianza.

El fiador puede a su vez asegurar sus derechos contra la emisora, gravando bienes de ésta con prenda o hipoteca; en tal caso, la constitución y levantamiento de esa garantía estarán exentas del impuesto de sellos (LON, art. 15).

XIII. El alcance de las garantías en las obligaciones convertibles.

Trátese de garantías reales o personales, ellas en principio sólo protegen la relación creditoria que deriva del empréstito obligacionario, cubriendo el capital, los intereses, y las costas en caso de ejecución (salvo limitaciones en el aval o fianza).

Respecto de las obligaciones convertibles, las garantías constituidas aseguran el cumplimiento de todas las prestaciones que la emisora deba cumplir conforme con la ley y con las condiciones de emisión de aquellas: vale decir que comprende tanto la relación crediticia derivada del empréstito, como también la que corresponda al derecho de conversión que es su accesorio. Ello, claro está, si no media estipulación en contrario en el caso de las garantías personales.

En tal sentido, la garantía asegura incluso el pago del valor de reembolso de las acciones subyacentes, cuando se haya ejercido el derecho de conversión anticipada y simultáneo receso en los casos que la ley indica (arts. 15 y 16), por tratarse de un crédito que nace del derecho de conversión reconocido al obligacionista.

Pero fuera de esos supuestos, una vez que la sociedad ha puesto a disposición del nuevo accionista las relaciones subyacentes, como consecuencia de la conversión de las obligaciones, la garantía se extingue. De allí en más las relaciones entre el ex obligacionista y la sociedad se enmarcan exclusivamente dentro del contrato de sociedad.

XIV. Las obligaciones negociables subordinadas.

Así como el empréstito obligacionario puede recibir garantías especificas que importen un privilegio frente a otros acreedores de la emisora, también es posible concebir que el crédito de los obligacionistas sea subordinado, es decir, que en caso de concurso o quiebra, sea satisfecho sólo después del íntegro pago de todos los otros acreedores.

De esa manera, el titular de obligaciones subordinadas o postergadas se coloca en una posición intermedia entre los accionistas o socios de la emisora –por su pleno sometimiento al riesgo de la empresa- y los demás acreedores.

Dado que la cláusula de subordinación apareja la asunción de un mayor grado de riesgo, la conveniente colocación de ese tipo de obligaciones impone reconocer ciertas ventajas frente a un empréstito común, como ser el pago de una renta superior, el derecho de participación de utilidades, o a recibir premios de sorteos, el otorgamiento de la opción de conversión, o un bono de suscripción de acciones, etc.

Desde el punto de vista de la emisora, el más alto costo de un empréstito subordinado puede compensarse con la obtención de una mejor estructura patrimonial que aumente su grado de solvencia. Esto es particularmente útil para aquellas empresas que requieren de financiación a muy largo término y cuyos flujos financieros no son siempre homogéneos.

Además, la cláusula de subordinación va muchas veces ligada a condiciones especiales de amortización del capital, como se obligaciones cupón cero u obligaciones perpetuas, amortizables estas últimas sólo en caso de disolución de la emisora.

Varias son las razones que pueden llevar a una empresa a preferir la emisión de un empréstito subordinado frente a un aumento de capital, como ser la obtención de un mejor tratamiento impositivo, la inconveniencia de alterar la asignación de poder político en el seno de la sociedad, el aprovechamiento de la masa de inversores cuyo grado de aversión al riesgo se sitúa en un punto intermedio entre el mercado de valores de renta fija y el de renta variable, etcétera.

Como los fondos obtenidos a través de un empréstito de las características comentadas cumplen una función muy próxima a la del capital, en numerosos países se permite su cómputo a los efectos de cumplir la responsabilidad patrimonial exigida a las entidades financieras, compañías de seguros o empresas administradoras de valores.

XV. Garantías y procesos universales: Verificación de obligaciones negociables con garantía especial.

Para estudiar la verificación de obligaciones negociables muñidas de garantías que le otorgan privilegio especial, es menester partir de la base de que, en principio todos los acreedores tenedores de estos títulos deben concurrir a la verificación.

Sin embargo, daré tratamiento diferenciado a distintas garantías que, de hecho, involucran un diferente tratamiento concursal.

1. Obligaciones negociables con garantía hipotecaria o prendaria común.

Los acreedores deben promover su pedido verificatorio ante la sindicatura, o en su caso ante el Juez en el caso de la quiebra indirecta, donde se debe ir por la vía incidental (lcq:202). Si el concurso es preventivo, inmediatamente luego de presentar el pedido verificatorio y sin esperar resolución alguna se puede promover la ejecución correspondiente por ante la sede civil por no existir fuero de atracción en este

caso (lcq:21:1, "Casasa c/ Saiegh Salvador y otro", CSNJ:2/4/96, JA:1996:III:74 y más recientemente a partir del plenario Avan de la Cámara Comercial).

La ejecución hipotecaria puede arribar a sentencia, pero considero que no es prudente el remate hasta tanto no se pronuncie el juzgado en la oportunidad de la lcq:36. Luego de dicha sentencia, y siempre que el crédito especial fuera admitido, puede rematarse el bien, pero en caso de plantearse la revisión, entiendo que el acreedor deberá ofrecer alguna fianza para retirar los fondos del producido de la subasta, a las resultas del planteo revisivo (lcq:37).

En sustento de esto ultimo, vale recordar que, mientras en la ejecución (hipotecaria o prendaria) se realiza un juicio respecto del título y su habilidad obteniéndose una cosa juzgada formal, en el proceso verificatorio se cuenta con un debate amplio –sobre todo en la etapa eventual- que otorga al final una sentencia pasada en autoridad de cosa juzgada material; por ende irrevisable, salvo la causal del dolo (lcq:38).

En cuanto a la conformación de la litis en la ejecución, no cabe la duda que los obligacionistas deberán unificar personería como lo exige al respecto la mayoría de los Códigos Procesales de la República Argentina. Esto no tiene nada que ver con la pretendida necesidad de la asamblea de obligacionistas para sindicar posiciones frente al concurso. El trámite verificatorio, reitero, puede ser perfectamente encarado por cada obligacionista individualmente. En cambio, la ejecución precisa que ese litisconsorcio indeterminado unifique su posición frente al deudor concursado-ejecutado; lo cual, por otra parte, es coherente con la carga que impone a los obligacionistas con garantía especial el segundo párrafo del art. 29 de la LON.

Esta carga no impone de por sí la conformación del litisconsorcio (obligacionistas), pero sin duda la citación implica para los litisconsortes (obligacionistas) no podrán alegar el desconocimiento de la litis, la cual seguirá su curso con o sin participación.

En tal sentido, podría darse el caso de que no todos los obligacionistas presenten su pedido de verificación tempestiva. Entiendo que ello no es óbice para la admisibilidad de la ejecución, siempre que se reserva la parte proporcional de los no concurrentes por el plazo de prescripción que establece la lcq:56.

En el concurso de quiebra, la situación es similar con algunos matices. Por supuesto que reitero los conceptos ya vertidos en torno a la verificación, la que será diferente (ante el sindico o incidental y sin costas) según sea el caso de quiebra directa (lcq:200) o indirecta (lcq:200).

Empero, una vez que los obligacionistas presenten el pedido verificatorio, conjunto o individual, pueden promover el concurso especial de sus garantías reales (lcq:209). Ante tal pedimento, el juez debe aplicar aquí también el art. 29 de la LON, y citar al total de los obligacionistas, de modo previo a continuar el trámite.

Si alguno de los obligacionistas no concurriese al procedimiento liquidativo especial como litisconsorte activo, lo que debe hacer el juez es seguir adelante la ejecución, pero al momento de distribuir el producido de la subasta deberá previsionar la suma correspondiente a cada uno de los obligacionistas no ejecutantes por el plazo de un año, en acuerdo con lo normado por la lcq:224, que resulta aplicable por vía de analogía. Previo a la distribución, deberán detraerse los gastos previstos en la reserva legal de la lcq:244 y las costas del proceso de ejecución, que conforman –ambos- cargas de los acreedores que deben ser soportadas por todos ellos sin distinción.

b. Obligaciones negociables con garantía especial que habilita la ejecución extrajudicial.

Este caso en el examen judicial no es frecuente ni conocido.

Específicamente me refiero a las prendas en los términos del art. 39 de la ley 12.962 (ALJA 1853-958-1-393), o de las hipotecas en el nuevo régimen de ejecución dispuesto en los arts. 53 y ss. de la ley 24.441 (LA:1995-A-49) para las letras hipotecarias especiales.

En el primero de los casos, salvo el/los obligacionistas hagan su presentación judicial solicitando el secuestro, deberá el juez cumplir con el art. 29 de la LON; empero dado los límites, en cuanto a sujetos legitimados para la ejecución, que establece el art. 39, será, en este caso, necesario que intervenga el fiduciario –si existiera y si fuera entidad financiera u otras de las mencionadas en el art. 5 inc. a de la ley 12.962- para poder ejercer las facultades especiales del secuestro.

En defecto del fiduciario, los obligacionistas deberán unificar su personería necesariamente, como ya se vio más arriba.

En la ejecución de las letras que prevé la ley 24.441, cuando se hace la presentación judicial será menester que se cite a los obligacionistas en los términos del art. 29 de la LON y que la garantía especial se constituya con letras pero sin los cupones, pues es obvio que sería un dislate escindir la garantía de la obligación negociable en los cupones.

Considero que, aun a pesar de sus peculiaridades, este tipo de ejecución puede insinuarse al pasivo por la vía prevista en la lcq: 23. Ello así, pues en esencia el procedimiento de la ley 24.441 constituye una ejecución pura o extrajudicial tomada de su modelo español, con amplias facultades para el acreedor y en procura de una más eficaz tutela del crédito (López de Zavalía, Fernando J. *"Fideicomiso, leasing, letras hipotecarias, ejecución hipotecaria, contratos de consumisión"* Ed. Zavalía, p. 388).

No se me escapa que calificada doctrina (Kemelmajer de Carlucci, Aída *"Las garantías frente al proceso concursal y la quiebra"*, Revista de la Asociación de Magistrados y Funcionarios de la Justicia Nacional", 18/9/20 p. 228) sostiene que estos creditores deben también someterse a la verificación común con fundamento en que se debe saber cuántos acreedores hay, qué se liquida, etc.

c. La verificación de las obligaciones negociables con garantía flotante.

La garantía flotante –*floating charge* en el derecho norteamericano- de acuerdo al art. 327 y ss. de la ley 19.550 de Sociedades Comerciales, otorga los privilegios que corresponden a la prenda, la hipoteca o la anticresis, con la peculiaridad de no estar sometida a los regímenes de forma que conforman a esos derechos reales de garantía.

Agravado todo ello porque el art. 328 de la LS establece que el emisor conserva la plena administración de los bienes integrantes de la garantía flotante. O dicho de otro modo, que es una garantía amplísima y sin desplazamiento.

Como puede observarse, las consecuencias concursales de este particular régimen de garantía son de nota.

Lo primero que llama la atención es que este tipo de garantías se conforma mediante la declaración unilateral del emisor del empréstito.

En segundo lugar, y como también señala Rotman (Rotman, Solomón, *"Cuestiones de derecho prendario"*, ps. 29/38, citado por Games-Esparza, *"Algunas notas sobre aspectos concursales de las obligaciones negociables"* cit, p. 980), es un negocio irregular pues se independiza de los recaudos esenciales que configuran una prenda con registro, a la hipoteca y a la anticresis. Es claro, entonces, que no se está frente a un derecho real de garantía *stricto sensu*, sino frente a una garantía atípica que, por otro lado, no debe inscribirse en los registros respectivos.

En el ámbito concursal, el tratamiento verificatorio de este tipo de garantías es, por lo menos, dudoso. No tengo dudas de que debe verificarse el crédito con garantía especial pues el caso está expresamente previsto en la lcq:241:4. Sin embargo, esta solución a todas luces simple puede complicarse si concurren a la vez acreedores munidos de garantía flotante y otros que cuentan con garantía específicamente prendaria o hipotecaria sobre los mismos bienes. Tanto en el concurso preventivo, mediando una ejecución del derecho común, como en la quiebra, por medio del concurso especial, se verá la necesidad de zanjar el conflicto al momento de realizar el proyecto de distribución de lo obtenido de los bienes gravados. El problema es de difícil solución, y las soluciones son todas discutibles.

La integración normativa sobre la base de la ley concursal no es caprichosa, sino que responde a la necesidad de brindar al problema planteado una solución acorde con la situación de escasez material propia del derecho falencial (sobre pautas de interpretación e integración normativa en el ámbito concursal, ver Rouillón, Adolfo, *"Régimen de concursos y quiebras"*, Ed. Astrea, p. 339).

Finalmente, entiendo que los acreedores con garantía flotante deberán cobrar a prorrata con los acreedores munidos de garantía especial típica, en la medida en que no puedan cobrarse de los otros bienes que integran su propia garantía. Esta es la manera de tutelar a tiempo y con justicia, ambas formas de financiamiento empresario. En la práctica, lo que debe hacerse es aguardar, para distribuir los fondos obtenidos de los bienes donde existe concurrencia de diferentes clases de acreedores, a que se rematen los restantes bienes que integran la garantía flotante. Así al momento de la distribución habrá certeza de la medida de interés que tendrán los acreedores con garantía flotante en el cobro a prorrata concurrente.

En el caso de la quiebra, aparte del trámite verificatorio, que es similar al del concurso preventivo, la ley otorga una enigmática facultad a los obligacionistas con garantía flotante: el fiduciario actúa como liquidador coadyuvante del síndico.

XVI. A modo de conclusión.

Como dije en el comienzo de este trabajo, no es mi intención aquí agotar el tema de las garantías en el derecho privado y su específica relación con las Ons; solo busqué presentar un panorama de la situación, un acercamiento a la figura jurídica de las Ons con función de garantía más utilizadas.

Enunciativamente, en forma elemental pero clara y concisa, ha sido cómo he intentado plasmar las diferentes perspectivas que pueden encontrarse desde el punto de vista del crédito privado a través de las Ons, y su relación con el funcionamiento de las garantías más comunes destinadas a asegurar el cumplimiento de las obligaciones citadas en el marco del derecho privado.

Carlos Alberto Anta.
DNI. 22.326.955